

# 确保持续恢复，政策平稳过渡

## ——2021年中央经济工作会议解读

### 投资要点：

#### ► 经济增长要求：持续恢复和高质量发展

在“外防输入、内防反弹”的疫情严格防控政策体系下，疫情出现反复进而对经济产生显著影响的概率较低。预计2021年经济将继续恢复，经济增长季度环比中枢向2018-2019年均值水平回归，季度环比在1.3%-1.5%之间，全年同比增速9.7%附近；经济增长内生动能将会增强，制造业投资较为显著回升。

#### ► 宏观政策基调：不急转弯，把握时、度、效

**货币政策方面：2021年货币政策大概率维持现状，既不会加码宽松，也不会显著收紧。**在政府债券和信贷融资适度回落下，预计2021年新增社融33万亿，较2020年回落2.5万亿左右，存量社融增速11.5%左右，M2增速9.7%-10%，社融和M2增速与名义GDP增速10.7%基本匹配。预计2021年以社融/GDP衡量的宏观经济杠杆率约284%，与2020年基本持平。

**财政政策方面：2021年将迈向“休养、整固”。**预计一般预算财政赤字率回落至3%，一般地方政府债新增量适度压缩；考虑到债务到期体量较大和债务转换，以及中小银行不良贷款上升导致需要做资本金补充，地方政府专项债新增量可能会维持与2020年相同规模；疫情消退，特别国债亦将不再发行。

#### ► 如何理解“需求侧管理”

强调“需求侧管理”与“供给侧结构性改革”配合的重要性，旨在实现：供需两侧协调并进、实现高水平动态平衡。“需求侧管理”的核心内容是“扩大内需”，通过完善扩大内需的政策支撑体系、培育完整内需体系，为“两大循环”新发展格局营造庞大而坚实的需求基础。

#### ► 提出“强化反垄断和防止资本无序扩张”

当前反垄断主要针对互联网平台经济领域。垄断需要资本的支持，所以要实现反垄断，需要限制资本无序扩张。同时，防止资本无序扩张，还将着重对那些“打政策擦边球”、监管套利的经济和资本扩张行为进行限制，通过完善监管制度，使其有规可依，纳入监管框架体系之下。

#### ► 其他重要任务：坚持“房住不炒”、积极考虑加入CPTPP

### 风险提示

经济出现超预期波动，政策出现大幅超预期调整。

### 评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付  
邮箱：sunfu@hx168.com.cn  
SAC NO：S1120520050004  
联系电话：021-50380388

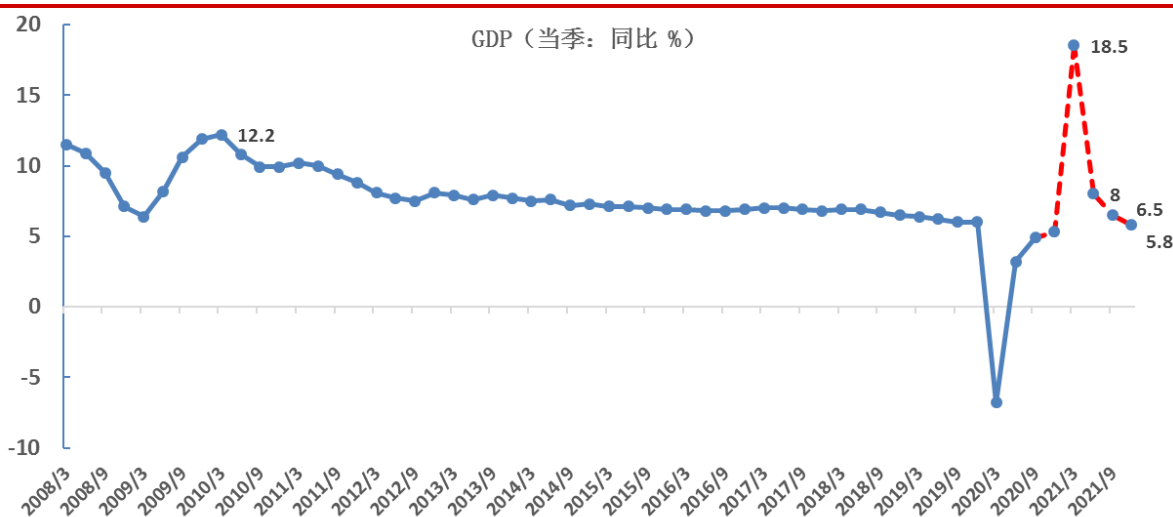
12月11日中共中央政治局召开会议，12月18日召开中央经济工作会议，两次会议对做好2021年经济工作进行布置安排。

## 1. 经济增长要求：持续恢复和高质量发展

会议指出：我国经济运行逐步恢复常态，但新冠肺炎疫情和外部环境仍存在诸多不确定性，我国经济恢复基础尚不牢固。要求2021年继续做好“六稳”工作、落实“六保”任务，促进经济运行保持在合理区间。

在“外防输入、内防反弹”的疫情严格防控政策体系下，疫情出现反复进而对经济产生显著影响的概率较低。预计2021年中国经济将继续恢复，经济增长季度环比中枢向2018-2019年均值水平回归，季度环比在1.3%-1.5%之间，全年同比增速9.7%附近，名义增速约10.7%；经济增长内生动能将会增强，制造业投资较为显著回升。

图1 2021年GDP增速走势及预测(%)



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

## 2. 宏观政策基调：不急转弯，把握时、度、效

会议要求：继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。

货币政策方面，灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。

2021年货币政策大概率维持现状，既不会加码宽松，也不会显著收紧。

1) 经济仍处于恢复过程中，逐步向潜在增速靠近，尚未形成显著正向缺口（超越潜在增速）；经济环比增速逐步放缓。所以，经济总体在复苏，政策不会加码宽松；复苏边际动能逐步在收敛，政策不会显著收紧。

2) 通胀水平整体相对温和，无需政策做干预和引导。

在政府债券和信贷融资适度回落下，预计2021年新增社融33万亿，较2020年回落2.5万亿左右，存量社融增速11.5%左右，M2增速9.7%-10%，社融和M2增速与名义GDP增速（10.7%）基本匹配。

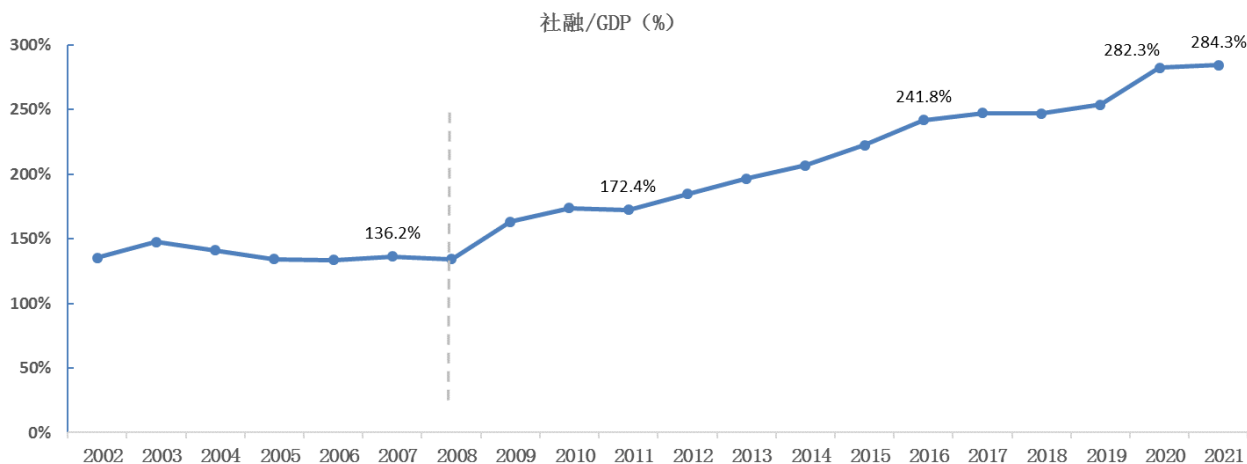
预计 2021 年，以社融/GDP 衡量的宏观经济杠杆率约 284%，与 2020 年（282%）基本持平，保持平稳。

表 1：社融规模及增速（万亿 %）

	2017	2018	2019	2020 (E)	2021 (E)
新增人民币贷款	13.84	15.67	16.88	21	20
新增非标	3.56	-2.94	-1.76	0	0.2
新增企业债	0.6	2.63	3.24	5	4.5
新增境内股票融资	0.9	0.36	0.35	1	1.2
新增政府债券	5.58	4.85	4.72	8.5	7.1
新增其它融资	1.65	1.9	2.2	0	0
新增社融	26.15	22.49	25.58	35.5	33
存量社融	205.9	227	251.3	286.8	319.8
存量社融同比	14.10%	10.30%	10.70%	14.10%	11.50%
名义 GDP 增速	11.50%	10.50%	7.80%	2.50%	10.70%
杠杆率系数 (dr)	2.60%	-0.20%	2.90%	11.60%	0.80%

资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

图 2 社融/GDP 衡量的宏观杠杆率水平及预测 (%)



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

财政政策方面，要提质增效、更可持续，保持适度支出强度。2021 年财政政策将迈向“休养、整固”，预计一般公共预算赤字率回落至 3%，一般地方政府债新增量适度压缩；考虑到债务到期体量较大和债务转换，以及中小银行不良贷款上升导致需要做资本金补充，地方政府专项债新增量可能会维持与 2020 年相同规模；疫情消退下，特别国债亦将不再发行。

表 2：2010-2021E 各口径财政赤字率测算一览（亿元 %）

	全国公共财政收支差额预算	全国政府性基金收支差额预算	狭义赤字合计	PSL 新增额度	政策性银行净融资	城投债净融资	铁道债净融资	国债净融资	地方债净融资	广义赤字合计	名义 GDP	政府预期目标：财政赤字率	狭义赤字率	广义赤字率
2010	10500	656	11156		7037	2545	1450	7027	2000	20059	412119	3.0%	2.5%	4.9%
2011	9000	790	9790		11459	3172	890	4185	2000	21706	487940	2.0%	2.0%	4.4%
2012	8000	817	8817		13495	8691	1250	5149	500	29085	538580	1.6%	1.6%	5.4%
2013	12000	781	12781		10810	8422	1540	9166	2116	32054	592963	2.0%	2.2%	5.4%
2014	13500	807	14307		10500	15069	1625	8868	3008	39070	643563	2.1%	2.2%	6.1%
2015	16200	1721	17921	10812	10678	10337	1600	10700	36637	80763	688858	2.3%	2.6%	11.7%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2016	21800	4248	26048	9714	14599	14758	1330	13150	58022	111572	746395	3.0%	3.5%	14.9%
2017	23800	8299	32099	6350	12023	5305	1440	14734	41166	81019	832036	3.0%	3.9%	9.7%
2018	23800	13884	37684	6920	9903	6439	1150	14463	33262	72137	919281	2.6%	4.1%	7.8%
2019	27600	21854	49454	2670	13853	12386	380	17547	30472	77308	990865	2.8%	5.0%	7.8%
2020E	37600	37500	75100	202	23000	16000	1500	30000	55100	125802	1016000	3.7%	7.4%	12.4%
2021E	33741	37500	71241	0	15000	15000	1500	22000	49241	102741	1124700	3.0%	6.3%	9.1%

资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

### 3. 如何理解“需求侧管理”

会议要求：加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，要紧紧扭住供给侧结构性改革这条主线，注重需求侧管理。

强调“需求侧管理”与“供给侧结构性改革”配合的重要性，旨在实现：供需两侧协调并进、实现高水平动态平衡。

“需求侧管理”的核心内容是“扩大内需”，通过完善扩大内需的政策支撑体系、培育完整内需体系，为“两大循环”新发展格局营造庞大而坚实的需求基础。

“需求侧管理”指向消费和投资两个方面，主要包括以下几方面：

#### 1) 全面促进消费，增强消费对经济发展的基础性作用。

“十四五规划建议”关于促进消费作了清晰指导和说明，要求：提升传统消费，培育新型消费，适当增加公共消费。以质量品牌为重点，促进消费向绿色、健康、安全发展，鼓励消费新模式新业态发展。推动汽车等消费品由购买管理向使用管理转变，促进住房消费健康发展。健全现代流通体系，发展无接触交易服务，降低企业流通成本，促进线上线下消费融合发展，开拓城乡消费市场。发展服务消费，放宽服务消费领域市场准入。完善节假日制度，落实带薪休假制度，扩大节假日消费。培育国际消费中心城市。改善消费环境，强化消费者权益保护。

本次会议指出：扩大消费最根本的是促进就业，完善社保，优化收入分配结构，扩大中等收入群体，扎实推进共同富裕。

#### 2) 优化投资结构，保持投资合理增长，发挥投资对优化供给结构的关键作用。

**制造业投资：**制造业投资在资本支出下是需求，而投资完成后就成为产能供给，是所有投资中最为重要的一项。扩大战略性新兴产业投资，在一些“卡脖子”领域获得突破，形成自己的产业，提升供给层次和能力；推动企业设备更新和技术改造，实现已有产业持续升级完善。

**基础设施投资：**包括“补短板”类基建投资和“强基础、增功能、利长远”类基建投资。

“十四五规划建议”中要求：加快补齐基础设施、市政工程、农业农村、公共安全、生态环保、公共卫生、物资储备、防灾减灾、民生保障等领域短板。推进新型基础设施、新型城镇化、交通水利等重大工程建设，支持有利于城乡区域协调发展的重大项目建设。实施川藏铁路、西部陆海新通道、国家水网、雅鲁藏布江下游水电开发、星际探测、北斗产业化等重大工程，推进重大科研设施、重大生态系统保护修复、公共卫生应急保障、重大引调水、防洪减灾、送电输气、沿边沿江沿海交通等一批强基础、增功能、利长远的重大项目建设。

本次会议指出：要发挥中央预算内投资在外溢性强、社会效益高领域的引导和撬动作用。

#### 3) 房地产市场是消费和投资的重要交汇点，需要平稳健康发展。避免大起大落，给预期带来较大扰动；避免房地产消费和投资对其他消费和投资形成挤压。

本次会议强调：解决好大城市住房突出问题。



## 4. 提出“强化反垄断和防止资本无序扩张”

强化反垄断和防止资本无序扩张，主要是针对目前经济领域出现的垄断现象和资本无序扩张给社会造成不稳定情况而言。

反垄断主要针对互联网平台经济领域。据相关媒体报道，2020年11月6日，国家市场监督管理总局、中央网信办和国家税务总局三部门联合召开规范线上经济秩序行政指导会，27家主要互联网平台企业代表出席会议。2020年11月10日，国家市场监督管理总局发布《关于平台经济领域的反垄断指南(征求意见稿)》，对不公平价格行为、限定交易、大数据杀熟、不合理搭售等情况进行了明确界定。

垄断和资本无序扩张具有联系性，要形成垄断需要资本的支持，所以要实现反垄断，需要限制资本无序扩张。

同时，防止资本无序扩张，还将着重对那些“打政策擦边球”、监管套利的经济和资本扩张行为进行限制。通过完善监管制度，使其有规可依，纳入监管框架体系之下，避免无序扩张、尾大不掉，造就风险，影响经济安全。

## 5. 其他重要任务

**房地产：**坚持“房住不炒”，要求解决好大城市住房突出问题，推进租赁租房工作和租赁市场完善。

**对外开放：**要积极考虑加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定(CPTPP)。

**环境保护：**做好碳达峰、碳中和工作。

## 6. 风险提示

经济出现超预期波动，政策出现大幅超预期调整。

## 附录：2021年中央经济工作会议报道全文

新华社北京12月18日电 中央经济工作会议12月16日至18日在北京举行。中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平，中共中央政治局常委、国务院总理李克强，中共中央政治局常委栗战书、汪洋、王沪宁、赵乐际、韩正出席会议。

习近平在会上发表重要讲话，总结2020年经济工作，分析当前经济形势，部署2021年经济工作。李克强在讲话中对明年经济工作作出具体部署，并作了总结讲话。

会议认为，今年是新中国历史上极不平凡的一年。面对严峻复杂的国际形势、艰巨繁重的国内改革发展稳定任务特别是新冠肺炎疫情的严重冲击，我们保持战略定力，准确判断形势，精心谋划部署，果断采取行动，付出艰苦努力，交出了一份人民满意、世界瞩目、可以载入史册的答卷。我国成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体，三大攻坚战取得决定性成就，科技创新取得重大进展，改革开放实现重要突破，民生得到有力保障。这些成绩来之不易，历经艰难险阻，是以习近平同志为核心的党中央坚强领导的结果，是全党全军全国各族人民团结奋战的结果。

会议指出，今年是“十三五”规划收官之年。经过5年持续奋斗，我国经济社会发展取得新的历史性成就，“十三五”规划主要目标任务即将完成。我国经济实力、科技实力、综合国力和人民生活水平又跃上新的台阶，全面建成小康社会胜利在望，中

会议强调，在统筹国内国际两个大局、统筹疫情防控和经济社会发展的实践中，我们深化了对在严峻挑战下做好经济工作的规律性认识：**党中央权威**是危难时刻全党全国各族人民迎难而上的根本依靠，在重大历史关头，重大考验面前，党中央的判断力、决策力、行动力具有决定性作用；人民至上是作出正确抉择的根本前提，只要心里始终装着人民，始终把人民利益放在最高位置，就一定能够作出正确决策，确定最优路径，并依靠人民战胜一切艰难险阻；**制度优势**是形成共克时艰磅礴力量的根本保障，只要坚定“四个自信”，坚持集中力量办大事的制度优势，就一定能够使全党全国各族人民紧密团结起来，发挥出攻坚克难、推动事业发展的强大能量；**科学决策和创造性应对**是化危为机的根本方法，只要准确识变、科学应变、主动求变，就一定能够在抗击大风险中创造出大机遇；**科技自立自强**是促进发展大局的根本支撑，只要秉持科学精神、把握科学规律、大力推动自主创新，就一定能够把国家发展建立在更加安全、更为可靠的基础之上。

会议指出，在肯定成绩的同时，必须清醒看到，**疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，我国经济恢复基础尚不牢固。明年世界经济形势仍然复杂严峻，复苏不稳定不平衡，疫情冲击导致的各类衍生风险不容忽视。**要增强忧患意识，坚定必胜信心，**推动经济持续恢复和高质量发展。**要办好自己的事，坚持底线思维，提高风险预见预判能力，严密防范各种风险挑战。要继续高举多边主义旗帜，积极参与全球治理改革完善，推动构建人类命运共同体。

会议强调，明年是我国**现代化建设进程中具有特殊重要性的一年。**做好明年经济工作，要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的十九大和十九届二中、三中、四中、五中全会精神，坚持稳中求进工作总基调，立足新发展阶段，贯彻新发展理念，构建新发展格局，以推动高质量发展为主题，**以深化供给侧结构性改革为主线**，以改革创新为根本动力，以满足人民日益增长的美好生活需要为根本目的，坚持系统观念，巩固拓展疫情防控和经济社会发展成果，更好统筹发展和安全，扎实做好“六稳”工作、全面落实“六保”任务，科学精准实施宏观政策，**努力保持经济运行在合理区间，坚持扩大内需战略，强化科技战略支撑，扩大高水平对外开放，确保“十四五”开好局，以优异成绩庆祝建党100周年。**

会议指出，明年**宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。**要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加**精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。**要用好宝贵时间窗口，集中精力推进改革创新，以高质量发展为“十四五”开好局。**积极的财政政策**要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，**党政机关要坚持过紧日子。****稳健的货币政策**要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和**社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系，多渠道补充银行资本金，完善债券市场法制，加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持，深化利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。**

会议要求，构建新发展格局明年要迈好第一步，见到新气象。加快构建**以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局**，要紧紧扭住供给侧结构性改革这条主线，**注重需求侧管理，打通堵点，补齐短板，贯通生产、分配、流通、消费各环节，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡，提升国民经济体系整体效能。**要更加注重以深化改革开放**增强发展内生动力**，在一些关键点上发力见效，起到牵一发而动全身的效果。

会议确定，明年要抓好以下重点任务。

一是强化**国家战略科技力量**。要充分发挥国家作为重大科技创新组织者的作用，坚持战略性需求导向，**着力解决制约国家发展和安全的重大难题。**要**发挥新型举国体制优势，发挥好重要院所高校国家队作用，推动科研力量**

优化配置和资源共享。要抓紧制定实施基础研究十年行动方案，重点布局一批基础学科研究中心，支持有条件的地方建设国际和区域科技创新中心。要发挥企业在科技创新中的主体作用，支持领军企业组建创新联合体，带动中小企业创新活动。要加强国际科技交流合作。要加快国内人才培养，使更多青年优秀人才脱颖而出。要完善激励机制和科技评价机制，落实好攻关任务“揭榜挂帅”等机制。要规范科技伦理，树立良好学风和作风，引导科研人员专心致志、扎实进取。

二是增强产业链供应链自主可控能力。产业链供应链安全稳定是构建新发展格局的基础。要统筹推进补齐短板和锻造长板，针对产业薄弱环节，实施好关键核心技术攻关工程，尽快解决一批“卡脖子”问题，在产业优势领域精耕细作，搞出更多独门绝技。要实施好产业基础再造工程，打牢基础零部件、基础工艺、关键基础材料等基础。要加强顶层设计、应用牵引、整机带动，强化共性技术供给，深入实施质量提升行动。

三是坚持扩大内需这个战略基点。形成强大国内市场是构建新发展格局的重要支撑，必须在合理引导消费、储蓄、投资等方面进行有效制度安排。扩大消费最根本的是促进就业，完善社保，优化收入分配结构，扩大中等收入群体，扎实推进共同富裕。要把扩大消费同改善人民生活品质结合起来。有序取消一些行政性限制消费购买的规定，充分挖掘县乡消费潜力。要完善职业技术教育体系，实现更加充分更高质量就业。要合理增加公共消费，提高教育、医疗、养老、育幼等公共服务支出效率。要增强投资增长后劲，继续发挥关键作用。要发挥中央预算内投资在外溢性强、社会效益高领域的引导和撬动作用。激发全社会投资活力。要大力发展数字经济，加大新型基础设施投资力度。要扩大制造业设备更新和技术改造投资。要实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系。要加强统一规划和宏观指导，统筹好产业布局，避免新兴产业重复建设。

四是全面推进改革开放。构建新发展格局，必须构建高水平社会主义市场经济体制，实行高水平对外开放，推动改革和开放相互促进。要完善宏观经济治理，加强国际宏观政策协调。要深入实施国企改革三年行动，优化民营经济发展环境，健全现代企业制度，完善公司治理，激发各类市场主体活力。要放宽市场准入，促进公平竞争，保护知识产权，建设统一大市场，营造市场化、法治化、国际化营商环境。要健全金融机构治理，促进资本市场健康发展，提高上市公司质量，打击各种逃废债行为。要规范发展第三支柱养老保险。要积极考虑加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定。要大力提升国内监管能力和水平，完善安全审查机制，重视运用国际通行规则维护国家安全。

五是解决好种子和耕地问题。保障粮食安全，关键在于落实藏粮于地、藏粮于技战略。要加强种质资源保护和利用，加强种子库建设。要尊重科学、严格监管，有序推进生物育种产业化应用。要开展种源“卡脖子”技术攻关，立志打一场种业翻身仗。要牢牢守住18亿亩耕地红线，坚决遏制耕地“非农化”、防止“非粮化”，规

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_746](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_746)

